

财务信息与投资决策

○厦门大学经济学院 陈朝晖 谭 军

中国证券市场的繁荣,使得企业的财务报表和其他公开披露的财务信息必须面向证券市场,满足潜在的投资人和债权人进行投资决策和信贷决策的需要。对外财务报表的首要目标是决策有用性,这已成为人们的共识。然而,决策有用性是个很笼统的提法,其实质和具体内容如何,很少有人对此进行研究。本文从证券市场 and 投资者的不同层面出发,从理论上探讨财务信息与投资决策的关系。

一、财务信息的价值在于改进决策

投资是投资者放弃现在的消费,以换取未来的、不确定的消费的行为,并期望未来获得的消费超过现在放弃的消费。投资者依据实际情况和自己的经验,对未来作出判断,进行投资决策:① 决定将多少资源用于投资、多少资源用于消费(投资—消费决策);② 将用于投资的资源在各种证券间进行分配(投资组合选择决策)。

然而,未来存在很大的不确定性,可能出现很多情况,每种情况发生的概率也很难估计。因此,信息潜在的价值在于减少未来的不确定性,改变投资者对未来情况发生概率的判断。由于投资者的投资决策是在接受财务信息系统发出的信号后作出的最佳选择,它不会比接受信号前作出的最佳选择差,因此,投资的预期报酬率就提高了,这就是信息价值之所在。在不考虑信息的取得成本的前提下,我们可以对财务信息系统提供信息的价值问题作如下一般结论:

① 信息的价值可定义为接受信息前后预期投资回报的增值

② 信息价值为正的必要条件之一为它能改变投资者对未来情况发生概率的判断。如果接受信号后的概率判断总是和接受信号前的概率判断相同,那么信息的价值就为零,因为投资者的决策并没有改变。但这并不意味着整个财务信息系统的价值为零,因为我们并不要求财务信息系统发出的每一个信号能改变对每一种未来情况的概率判断。

但是,财务信息系统若要有价值,至少必须有一个信号能改进对一种未来情况的概率判断。

③ 信息价值为正的又一必要条件是,在信息中至少有一个信号能改进投资者的最优决策,能改变投资活动。信息在这里并不视为是一种“消费品”。换言之,例如,如果有关 EPS(每股收益)的信息不能引起投资——消费行为的潜在改变,那么,仅仅“知道”EPS是没有任何效用的。而且,不同的投资者对相同的信息在理解上可能存在差别,使预期投资回报的增值也可能不同。可见,信息的价值是针对个别投资者而言的,同样的信息对不同的投资者有不同的价值。

④ 如果考虑信息的取得成本,那么除了信息的价值等于接受信息前后预期投资回报的增值减去信息的取得成本外,上述有关结论依然成立。

⑤ 不同的投资者有不同的信息需求,这取决于他资金的多少、消费取向和风险取向以及对未来各种情况的判断等多种因素。也就是说,信息需求,如对财务报告的需求,是一种纯个人性的和主观性的问题。离开了信息使用者和特定的决策,财务信息系统毫无“内在价值”可言,所谓的决策有用性也是一句空话。不同的财务报告系统能提供质量和数量均不同的信息。对投资者而

言,最理想的财务报告系统是那些提供的信息期望效用最高、能为他们带来最大投资回报的财务信息系统

二、投资策略与信息需求

选择不同投资策略的投资者,一般有不同的信息需求。投资者的投资策略可以用投资者所选择的投资组合来表示。如果投资组合中证券种类很多,则为多样化投资;如果投资组合中只有一种或少数几种证券,则为非多样化投资。投资者关注的是投资组合的投资报酬和投资风险,它们分别由单个证券的投资报酬和投资风险及其相关性决定。根据投资组合理论,单个证券的投资报酬 ($R = \alpha + \beta R_m + \mu$) 由两部分构成,一部分为系统部分 (即 $\alpha + \beta R_m$), 它与整个证券市场的投资报酬呈直线关系,剩余部分为非系统部分 (即 μ)。各个证券投资报酬的系统部分间是完全相关的,而非系统部分间则不一定;相应地,投资风险也由系统风险和非系统风险构成。从投资组合的水平来看,非系统风险可以分散,若选择足够多的证券,则非系统风险几乎可以完全分散至零。

财务信息的作用在于它能改进投资者对单个证券的特定因素的估计。对采取非多样化投资策略的投资者来说,这些特定因素既包括投资报酬的系统部分,又包括投资报酬的非系统部分,他们需要所有相关信息。而那些采取多样化投资策略的投资者,显然对个别证券投资报酬的非系统部分不感兴趣,因为它们被显著地分散了。结果,有关投资报酬非系统部分的信息就失去了其价值。这些投资者最多只希望得到能改进对证券特定因素中 α 和 β 系数的估计的财务信息。现在,我们假设有一个财务信息系统,能提供信息改进投资者对每一证券的 β 系数的估计。某一信号出现后,投资者发现,原先对个别证券 β 系数,有的高估了,有的低估了。但从投资组合这一水平来看, β 系数的高估和低估可以互相抵消,对投资组合整体系统风险的估计并没有因为得到了信息而有所改变,信息的价值很小。可见,投资多样化的影响是重大的,它使多样化的投资者几乎不需要有关某一证券的特殊信息披露。他们更多地需要了解那些影响整个资本市场的信息,如通货膨胀、利率的调整、GNP (国民生产总值) 的变化以及重大的政治事件等。

三、投资决策与信息理解的均匀性

信息理解的均匀性是指投资者对同一信息解释的差异情况。如果证券市场中的投资者对信息的解释都相同,那么信息理解就是均匀的;如果投资者对信息的解释不相同,那么信息理解就不均匀,或者说是异质的。

信息理解的均匀性对信息的价值和投资决策有直接的影响。通常,财务信息的公开披露能改变证券的交易价格,影响投资者的交易动机。但它能否最终发挥作用,引起投资——消费行为的改变,还要取决于信息理解的均匀性。例如,假设在一个投资者均为理性经济人的完全有效的证券市场中,某一公司的 EPS 公布后,所有投资者都认为是不利的 (比预计的要低),这时信息理解是均匀的。在某一价位,拥有该公司证券的投资者都希望抛出,导致价格下降。但没有人愿意购买,交易行为并没有发生,信息的社会价值为零 (不考虑信息的生产成本)。因此,在信息理解均匀的情况下,财务信息系统发出的每一个信号,只能一致地改变投资者对未来情况的判断,导致证券价格的升降,但不能改变投资组合的选择,信息的价值为零,人们不需要任何的财务报告系统提供信息。

根据 Hirshleifer (1971) 的研究,在信息理解异质的情况下,会出现一些“异常”行为。假设在未来某一时候,某种特定的信息 (如 EPS) 将会公布,投资者或许会采取一种投机策略——类似于“附加赌博”推测将要发布的信息的情况。信息将在两个时点改变投资行为;首先是和另外

一些抱有不同信念（认为将要发布的信息是另外的情况）的人进行“附加赌博”时，其后是信息公布后“附加赌博”结束之时。这种“附加赌博”并不能创造生产收益，但参与者必须投入一定的资源，为什么甚至那些风险反感的投资者都愿意参与其中呢？可能的原因是，由于信息理解异质性的存在，每一个人都认为自己找到了“价格未能反映真实价值的证券”，都有藉此获得超常收益的共同愿望。从这个意义上说，证券市场就象一个赌场，每当建议提供一类新的信息，就又为投资者提供了一次新的赌博机会。

四、信息的对称性与投资决策

信息对称意味着，在信息免费提供的前提下，证券市场上的所有投资者都拥有相同数量和质量的信息，没有任何一位投资者享有信息上的优势。通常，公开的财务信息能改变证券价格，使投资者的财富发生增减和转移，这就是信息的财富再分配效用。有些情况下，投资者不希望发生财富的减少或风险的增加，从而也不希望相关财务信息的披露。例如风险反感型的投资者，不愿意投资组合的市场价值受到财务信息的冲击而发生波动，即使市场价值的预期变化为零时也是如此。再如，若投资者现在准备将所持有的非多样化投资组合转化为多样化投资组合以减少风险，他就不希望在成交之前有任何的财务信息披露，因为这有可能阻碍交易的进行，使风险无法分散。

在证券市场中，信息不对称意味着，某些投资者因拥有内幕信息而具有信息优势，使不同质量的证券能卖相同的价格。拥有内幕信息的投资者，在没有利用该信息获取超额报酬前，不愿意见到该信息被公开披露。Akerlof (1970) 研究了信息不对称情况下的反向选择问题。设证券的持有者（如潜在的发行人和出售者）比非持有者（如潜在的购买者）拥有更优越的信息（如能接近更好的财务报告系统），则：

① 若持有者持有的是高质量的证券，则持有量会比不存在信息不对称时多。这时，持有者投资组合的多样化程度较小，所冒的非系统风险比优越信息为公开信息时大。

② 高质量证券的持有者会主动发出一些“信号”，在一定程度上消除信息不对称，使非持有者相信证券的价格被低估，以利于证券的脱手及超额报酬的取得。

③ 非持有者要了解是否存在信息不对称，可以从持有者的行为（如坚持高报价）中加以判断，也可以通过其它渠道（如购买优越信息）。

④ 非持有者在得知存在信息不对称的情形下，由于不了解持有者到底掌握了何种优越信息，会努力获得有关待购证券“平均质量”的信息，并将它反映在购买的出价中。然而，除非证券的质量有一个自然的最低线，否则非持有者都会坚持采用压价策略，从而增加了成效难度。在极端的情况下，信息不对称的持续存在可能使交易最终无法达成。这样就使高质量证券的成交量减少直至退出市场，相反却活跃了低质量证券的交易，这种现象被经济学家们称为“反向选择”。

五、结束语

信息披露是证券市场有效运行的基础，建立适应我国证券市场发展需要的会计规范迫在眉睫。证券市场会计规范的目标是为了保护广大投资者的利益，防止利用证券发行与交易从事欺诈活动，提高证券市场的有效性，促进资本的合理流向，引导公开发行股票公司的会计行为朝着健康的方向发展。所有这些，若不深入了解投资者的信息需求以及与信息相关的各种行为，是不可能实现的。本文对此只作了初步研究，事实上，投资者的信息需求还与很多其它因素有关，如证券市场的有效性、信息生产者的信息垄断、认知复杂性以及投资者的决策习惯等，这是一个充满挑战而又意义重大的研究新领域。

（责任编辑 赵德武 沈贞良）